

法政大学学術機関リポジトリ  
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

## ライフイベントと危険資産投資

著者	上坂 豪
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	82
号	4
ページ	85-105
発行年	2015-03-20
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10114/10181">http://hdl.handle.net/10114/10181</a>

# ライフイベントと危険資産投資

上 坂 豪

## 1 はじめに

加齢に伴い株式や投資信託など危険資産への投資行動がどのように変化するかという問題は、家計ファイナンスの分野において重要な研究課題となっている。その背景にはいくつかの要因が考えられるが、理論的にはMerton-Samuelson型の多期間ポートフォリオ選択モデルが年齢にかかわらず危険資産投資比率は一定であるとの予測をもたらすこと、また資産運用の実践面においては年齢とともに危険資産投資比率は引き上げるべきであるという専門家のアドバイスが見受けられることなどを挙げることができる<sup>1)</sup>。

実証分析の観点からは、年齢と危険資産投資の関係について完全な決着が付けられているとは言い難いが、少なくない研究が、危険資産の保有の有無もしくは危険資産保有の確率が加齢からプラスの影響を受ける一方で、危険資産保有者に限定した場合の危険資産投資比率（以下、条件付き危険資産投資比率）は年齢にかかわらず一定との分析結果を報告している。他方、年齢が危険資産投資に影響するメカニズムについては、年齢とともに危険資産投資に必要とされる金融情報が蓄積する（King and Leape (1987)）、住宅を購入しようとしている若い家計が頭金として大きな金額を準備する必要に迫られる（祝迫（2012））、年功序列賃金制度の存在が若

---

1) 塩路・平形・藤木（2013）は、高齢化が消費、社会保障、資産価格へ与えるマクロ経済的、政策的影響を検討するうえでの重要性も指摘している。

年層に勤務先企業への「見えざる出資」として機能する（松浦・白石（2004））など様々な仮説が提示されているが、依然として決定的な要因を特定化できているわけではなく、未だ様々な可能性を検討する余地が残されていると言えよう。

本稿では、家計の危険資産投資を説明する要因として用いられる年齢変数が、各家計が各年代で概ね共通に経験する様々なライフイベントの代理変数として機能しているのではないかと考え、特定のライフイベントが生じる時期（ライフステージ）を表す変数を危険資産投資の説明変数として採用する。その上で、それでもなお年齢効果は観察されるのか、各ライフイベントは危険資産投資に対してどのような影響を及ぼすのかを検証する。

本稿で得られた主要な結論は3点に集約される。第一に、ライフステージ変数を考慮しても危険資産投資に対する年齢効果は依然として存在する。第二に、家計は子が学齢に達する頃から危険資産投資を抑制し始め、子の独立時期から危険資産投資を以前の水準に回復させる傾向がある。第三に、こうした傾向は世帯主が大卒でない家計に顕著に見られる。

本稿の構成は以下の通りである。2節では、先行研究をサーベイした後、それを踏まえて本稿における問題意識を明確にする。3節では、本稿で使用するデータと実証分析の手法について詳述する。4節でデータの記述統計を整理した後、5節において実証分析の結果の提示とその解釈を行う。6節はまとめである。

## 2 先行研究と問題設定

年齢と危険資産投資の関係については、欧米を中心に多くの研究の蓄積が存在する。比較的早い時期にこの問題に目を向けた研究であるKing and Leape（1987）は、株式など「情報集約的（information-intensive）」な金融資産では、その保有確率と分散投資の程度は年齢とともに上昇することを見いだしている。より最近の研究としては、欧米5ヶ国の家計個票データ

を用いた実証分析を含む家計ファイナンスの包括的な論文集であるGuiso, Haliassos, and Jappelli (2001) や、アメリカのデータを用いて年齢効果の詳細な分析を行ったAmeriks and Zeldes (2004) などがある。これらの研究においては、対象国や分析手法によって相違はあるものの、危険資産保有確率は年齢とともに上昇する一方、条件付き危険資産投資比率は年齢と明確な関係を示さない傾向があることが指摘されている。

こうした欧米の研究動向を受けて、日本の家計データを用いて同様の実証分析を行ったのがIwaisako (2003, 2009) および祝迫 (2012) である。先行研究に倣い保有確率と投資比率の2段階の意思決定を考慮した分析によって、年齢とともに保有確率は上昇するが条件付き投資比率はほぼ一定であること、さらにこうした関係は不動産を保有する家計にのみ観察されることを明らかにしている。また北村・内野 (2011) は、危険資産保有に対する学歴効果の有無という観点から分析を行い、保有確率と年齢の間には正の関係があること、大卒家計と非大卒家計の年齢効果の格差は、他の重要な変数をコントロールした後でも残されることを示している。一方、塩路・平形・藤木 (2013) では、保有確率に対する年齢効果はマイナスもしくは存在しないのに対して、条件付き投資比率についてはプラスであるとの結論が得られており、年齢効果の有無および方向については必ずしも実証的に決着がついているわけではない。

前節で述べたように、年齢効果が現れるメカニズムについては様々な仮説が存在するが、それに関連して本稿で着目するのは、年齢変数が、各家計が各年代で概ね共通に経験する様々なライフイベントの代理変数として機能している可能性である。すなわち、就職、昇進、結婚、住宅購入、子の誕生・進学・独立、転職、退職などのライフイベントを経験する年代が家計ごとに様々であることは当然であるが、同時にそこには一定の共通性が存在することも否定し難い。そして、こうしたライフイベントの発生が家計のリスク選好に影響を及ぼすことによって、各年代における資産選択のあり方が変化するならば、年齢と危険資産投資の間に何らかの関係を見

いだすことになるであろう。したがって、家計危険資産投資の決定要因を検証するにあたり、特定のライフイベントが生じる時期（ライフステージ）を表す変数を考慮したうえで、それでもなお年齢効果は観察されるのか、各ライフイベントは危険資産投資に対してどのような影響を及ぼすのかといった問題が新たな研究課題として現れてくる。

そこで本稿では、家計の金融行動に関する個票データである日経RADARに含まれる「ライフステージ」に関する質問項目を利用して、ライフイベントと危険資産投資の関係を検証する。本稿の問題意識に関連する研究としては、同じく日経RADARのデータを用いて、家計による借入のタイミングの決定とライフステージとの関係を分析した野村（2006）があるが、ライフイベントもしくはライフステージと危険資産投資との関係を分析した研究は管見の限り存在しない<sup>2)</sup>。

日経RADARには次のような質問項目が含まれる。

F7：あなたのライフステージを次の10段階に分けた場合、以下のどれにあたりますか（1つだけ）。

1：未婚　2：結婚　3：第一子誕生　4：第一子小学校入学　5：第一子中学校入学　6：第一子高校入学　7：第一子大学入学　8：第一子独立（就職・結婚）　9：末子独立（就職・結婚）　10：孫の誕生

一見して明らかなように、選択肢が表すライフイベントはそのほとんどが子や孫の誕生および成長に関する事柄に限定されている。このことは、就職、転職、住宅購入など資産選択にとって重要と思われるライフイベントが含まれていないという点で短所であるが、危険資産投資との関連で家

2) 谷川・橋木（1991）の推計式には「ライフステージ」という説明変数が含まれるが、その実態は年齢ダミー変数であり、本稿で用いたライフステージとは異なる。

計のライフサイクルにおけるどのような問題が検証の対象となりうるのかが明確となるという点では長所であるとも言えよう。それでは、このような選択肢を持つ質問項目を分析に利用することで明確となる問題が何であるかと言えば、それは子（あるいは孫）の教育費の準備に関するライフプランニングと危険資産投資の関係ということになるであろう。

子の教育と資産選択の問題を考えるにあたっては、Faig and Shum (2002) の議論を念頭に置くことが有益である。彼らのモデルでは、個人事業や住宅購入など、中断や過小投資が多額の損失を与えるようなパーソナル・プロジェクトが存在する場合、借入制約下にある家計の資産選択において、プロジェクトに流動性を提供する安全資産への偏りが生じる。そして、パーソナル・プロジェクトが完了したライフサイクル終盤において危険資産投資を増やすことになるため、年齢と資産選択との関連性が生じる<sup>3)</sup>。

子の教育＝人的資本投資というパーソナル・プロジェクトについても同様に、初期投資（初等教育）を済ませたのち、プロジェクトを継続（高等教育機関への進学）できなかったり、あるいは適切な規模の投資（学習塾や受験予備校への通学）ができなかったりすると、子の生涯所得の低下という大きなペナルティが科せられることから、プロジェクトの継続に必要な資金は安全資産として保有する傾向を生み出すと考えられる。そして子が独立した後になって、多くの資金が危険資産へと向かい始めることになるであろう<sup>4)</sup>。

Faig and Shum (2002) は、自身のモデルの妥当性を検証するための実証分析を行っているが、それによると、個人事業と住宅購入を貯蓄目的とする家計のポートフォリオは安全資産に偏るが、教育目的の貯蓄は家計の

---

3) Jagannathan and Kocherlakota (1996) も同様の議論を行っている。

4) Faig and Shum (2002) では、パーソナル・プロジェクトとしての子の教育については脚注で触れられている程度で、あまり重視されていない。後で触れるように、実証分析においてその影響が棄却されたことがその理由であろう。

資産選択に有意な影響を与えていない<sup>5)</sup>。ある国のデータで棄却された要因が、別の国のデータを用いた場合にどうなるかは事前には分からないので、日本の家計データを用いて教育費の準備の必要性が資産選択に及ぼす影響を検証することは十分意味があるが、仮にその点を無視したとしても、日米における奨学金や教育ローンの充実度の違いや、日本における学習塾、受験予備校など私教育機関の重視からもたらされる追加的支出などを考慮すると、日本においては危険資産投資に対する教育費準備の影響が強まるのが予想されるので、実証分析によってその点を確認することには意義があるであろう。

### 3 データと分析方法

本稿で使用する日経RADAR（NEEDS RADAR「金融行動調査」）は、東京駅を中心とする首都圏40km圏内に居住する25-74歳の男女約8500人を調査対象とした家計サーベイ・データであり、日本経済新聞社によって毎年公表されている。調査対象者が毎年入れ替わる所謂逐次クロスセクションデータであり、パネル・データとしての構造は有していない。本稿で使ったのは2007年から2009年の3年間分のデータであるが、実証分析で使用する変数について欠損値を含むサンプル、危険資産投資比率が1を超えるサンプル、世帯主年齢が24歳以下75歳以上のサンプルを除去した結果、サンプルのサイズは5785家計（2007年1976家計、2008年1872家計、2009年1937家計）となった。

以上のデータを利用して、家計の危険資産保有と危険資産投資比率の決定に関する式を推計する。危険資産残高の定義は、先行研究に倣って家計の株式残高と投資信託残高の合計額とし、危険資産残高の家計金融資産残

---

5) Faig and Shum (2002) はその原因として、教育費は長期間にわたって支出されること、消費に対する教育費の比率は比較的小さいこと、公的な教育ローン制度が存在することに求めている。

高に対する比率を危険資産投資比率とした。推計には、この種の分析に多く用いられているHeckmanの2段階推定法を用いる。具体的には、第1段階として危険資産保有に関する意思決定プロセスを表す以下の式をプロビット推計する。

$$y_i^* = \sum_{s=2}^{10} \alpha(s) \text{lifestage}(s)_i + \beta' x_i + \epsilon_{1i} \quad (1)$$

$$\text{own}_i = \begin{cases} 1 & (y_i^* > 0) \\ 0 & (\text{otherwise}) \end{cases} \quad (2)$$

ここで  $y^*$  は危険資産保有に影響する潜在変数、 $\text{lifestage}(s)$  は家計が第  $s$  ライフステージに該当する場合に1をとるダミー変数 ( $s = 2, \dots, 10$ )、 $x$  はその他のコントロール変数からなるベクトル、 $\text{own}$  は危険資産保有の有無を表すダミー変数、 $\epsilon_1$  は  $N(0, 1)$  に従う撓乱項である。続いて第2段階として危険資産投資比率を被説明変数とする以下の式をOLS推計する。

$$\text{share}_i = \sum_{s=2}^{10} \gamma(s) \text{lifestage}(s)_i + \delta' z_i + \zeta m_i + \epsilon_{2i} \quad (3)$$

ここで  $\text{share}$  は上で定義した危険資産投資比率、 $z$  はコントロール変数ベクトル（後述するように  $x$  の部分集合）、 $m$  は第1段階の推計から得た逆ミルズ比、 $\epsilon_2$  は  $N(0, \sigma^2)$  に従う撓乱項である。

推計に用いるコントロール変数は先行研究を参考にして決定した。まずライフステージの影響を考慮した上でなお年齢効果が観察されるかどうかを検証するために、世帯主の年齢を用いる。さらに、家計の所得および資産状況をコントロールするための家計年収（税込み、臨時収入含まず、自然対数値）と家計金融資産残高（自然対数値）、リスク選好に関する性差をとらえるための世帯主女性ダミー、学歴による金融行動の違いをとらえるための世帯主大卒以上ダミー、配偶者がいる場合に1をとる配偶者ダミー、家計が曝されている労働所得リスクの違いをとらえるため自営業者、公務員、非就業である場合にそれぞれ1をとるダミー、不動産保有が金融投資に与える影響をとらえるため持ち家がある場合に1をとるダミー、家計の



リスク選好を直接的にとらえるためリスクを許容すると答えた場合に1をとるダミー<sup>6)</sup>、マクロ的経済環境をコントロールするために2007年をレファランスとする年次ダミーを加える<sup>7)</sup>。以上は上記の第1段階と第2段階の推計において共通して用いる変数であるが、Heckmanの2段階推定においては推計のパフォーマンスを向上させるためには後者に用いる変数は前者に用いる変数の部分集合であることが望ましいことが知られている。それゆえ第1段階の推計には、家計のインターネット利用頻度<sup>8)</sup>、クレジットカード保有ダミー、東京23区をレファランスとして東京都下、埼玉、千葉、神奈川、茨城それぞれに居住する場合に1をとるダミーを追加する。なお、年次と年齢が与えられると一意的に決定されてしまう生年（コホート）については、先行研究にあわせてその効果をゼロと仮定した。

#### 4 記述統計

次節の実証分析で使用するデータの基本統計量をまとめたのが表1である。これによると、35%の家計が危険資産を保有し、そうした家計は金融資産の36%を危険資産投資に向けている。平均的家計において世帯主は約48歳であり、ライフステージとしては第一子が中学校に入学した段階にある。またおよそ半数の家計で世帯主が大卒以上の学歴を有している。次に表2のクロス表によって世帯主年齢とライフステージの関係をみると、両変数の間には緩やかな正の相関関係がある<sup>9)</sup>。20代においては67%が未婚だ

6) 「あなたは今後長期的な資産運用を考える場合に、投資信託や株式、外貨預金など、リスクがあっても高収益が期待できる金融商品がある程度組み入れたいと思いますか（1つだけ）」という質問に対して「そう思う」、「どちらかといえばそう思う」と答えた場合に1をとるダミー変数として定義した（その他の選択肢は「どちらかといえばそう思わない」、「そう思わない」）。

7) この他にも年齢の自乗、農林漁業ダミー、非正規就業ダミー、扶養する子の人数の影響についても検証を試みたが、有意な効果が検出されなかったため最終結果からは除外した。

8) 「あなたは普段どの程度インターネットを利用されていますか（1つだけ）」という質問に対して「（ほとんど）利用していない」と答えた場合に1をとるダミー変数。

か、世帯主が50代の家計の70%以上が第一子大学入学以上のライフステージに属し、さらに70代になると70%の家計で孫が誕生している。このクロス表を観察して若干気になる点は、世帯主が20代で第一子が高校入学以上である家計が0.8%（4家計）存在していることである。回答の誤記入である可能性が高いように思われるが、このような家計の存在を一概に否定することはできない。全体に占める割合は僅かであり、実際このサンプルを除去しても推計結果にはほとんど影響はなかったので、以下ではこれらのサンプルを含めた結果を報告する<sup>10)</sup>。

続いて家計の危険資産保有の有無と危険資産投資比率が、その家計が属しているライフステージからどのような影響を受けるかを簡単に分析する。図1はサンプルに含まれる全家計について、年次ごとにライフステージと危険資産投資比率の関係をプロットしたものである。第6ライフステージ（第一子高校入学）までは投資比率に大きな相違はないが、第7ライフステージ（第一子大学入学）以降数値が上昇し始め、第9ライフステージ（末子独立）でピークに達する。第2節で整理した議論に基づけば、第一子が大学入学を果たすことで大きなパーソナル・プロジェクトが完了した家計が危険資産投資を積極化しているとみなすことができる。しかしながら、このグラフに用いたサンプルには危険資産を一切保有していない家計も含まれており、そのため危険資産を保有するかどうかという意思決定の結果と、保有するならばどれだけ保有するかという意思決定の結果が混在したものとなっている。そこでまずは前者の意思決定の結果を見るために、各ライフステージに属する家計に占める危険資産保有家計の割合を見たのが図2である。図1と比べると、第6ライフステージ以前の動きが若干強調されるように見えるなどの点で異なるが、第7ライフステージ以降比率が急上昇するなど共通点の方が多いように思われる。一方、ライフス

9) 年齢とライフステージ変数の単相関係数の値は0.78である。

10) なお、これら4家計のうち3家計で世帯主が女性であり、全ての家計が危険資産をまったく保有していなかった。

テージと条件付き危険資産投資比率の関係をプロットした図3を見ると、図1、図2に見られるような単純な関係性は失われてしまっている。すなわち、図1で観察されたライフステージと危険資産投資比率の関係は、ほとんどが各ライフステージにおける危険資産保有に関する意思決定によって決定されている<sup>11)</sup>。このことは、子の教育資金準備の必要性は、家計が危険資産を保有するかどうかの決定には影響を及ぼすが、金融資産のうちどれだけの割合を危険資産として保有するかという点にはあまり影響しないことを意味している。

## 5 推計結果

前節ではグラフに基づく分析によって、家計の危険資産投資と子の教育に関わるライフステージとの間には、Faig and Shum (2002) の議論から予想されるような関係性がある程度見いだされること、さらにそうした関係性は危険資産を保有するかどうかという意味決定に深く関わっていることを明らかにした。しかし、このような簡単な分析だけでは、他の事情を一定としたときにライフステージの進行が家計の危険資産投資に独自に与える効果について明らかにすることはできない。そこで本節では、3節で説明した方法を用いてこの点に関する分析を行うこととする。

表3はライフステージ変数を含めない場合(モデル1)と含めた場合(モデル2)の推計結果である。なお危険資産保有の有無を被説明変数とするプロビット推計の結果については、各変数の平均限界効果とその標準偏差を報告している。これによると、ライフステージ変数の有無にかかわらず年齢効果は1%水準で有意であり、なおかつ効果の大きさ自体も変化しない。すなわち年齢が各家計が共通に経験するライフイベントの代理変数として機能している可能性は否定される。また、年齢は危険資産保有確率と

11) 先行研究において、これとほぼ同じパターンが年齢と危険資産投資の間にも観察されている。例えば祝迫(2012)第3章の図3-1、図3-2、図3-3を参照せよ。

条件付き危険資産投資比率の両者に対してプラスの影響を及ぼしているが、これは年齢効果は保有確率にのみ存在するという複数の先行研究で報告された結果と異なるものである。いずれにせよ、危険資産投資に対する年齢効果の存在やメカニズムについては未だ解明すべき点が残されていると言えよう。

モデル2におけるライフステージ変数の影響を見ると、第一子小学校入学、中学校入学、大学入学、独立の各ステージにある家計は、他のステージにある場合と比較して保有確率が7-8%ポイント程度有意に低下している（5%有意水準を採用。以下同じ）。また投資比率については、第一子高校入学のステージにある家計は、他のステージにある場合と比較して14%ポイントほど有意に低下している。この結果を素直に解釈すれば次のようになるであろう。まず、第一子の小学校入学頃より教育費支出に充てる流動資産を準備するために危険資産投資を中断する家計が増え始める。高校入学の段階で危険資産投資を継続していた家計もその投資比率を低下させるが、これは大学進学に備えるために受験予備校などの学費を捻出する必要に迫られた結果であるのかもしれない。そして末子の独立後は、子の教育というパーソナル・プロジェクトに資金供給する必要性から解放された家計が危険資産投資を再開することで、保有確率が元の水準に回復する。

以上の解釈はFaig and Shum（2002）のモデルと整合的であるように思われるが、推計結果には合理的な解釈が困難な箇所が2点ほど存在する。第一に、保有確率への効果が第一子が高校に入学する時点で中断し、元の水準に戻ってしまう点である。大学入学という重要かつ大きな金額を要するパーソナル・プロジェクトを前にして効果が消滅するのは理解し難い。第二に、末子独立以降の保有確率が子の小学校入学以前の水準へ戻るにとどまっている点である。家計が子の教育から解放されるこの時期には、むしろ保有確率が以前より上昇すると考えるのが自然であろう。

このような問題は、ライフイベントに対する危険資産投資の反応が異な

る異質な家計集団がプールされていることに起因するのかもしれない。そこで以下では次のような仮説を立てて追加の分析を行った。まず、サンプルに含まれる全ての家計が子の大学など高等教育機関への進学を期待しているわけではないであろう。子が大学進学する可能性が低いような家計では、教育費準備のために危険資産投資を抑制するモチベーションが相対的に低いと考えられる。逆に子が大学進学することを期待している家計ほど、事前に教育費準備を進めるために危険資産投資を手控える可能性が高い。そこで、サンプルを子が大学進学する可能性が高い家計とそうでない家計に分割したうえで、それぞれの家計集団に関する式を推計する。サンプル分割の基準には、親が大卒以上である家計ほど子に大学進学を期待する傾向が高まると想定し、世帯主の学歴（大卒以上、その他）を用いた。その結果が表4である。仮説とは正反対に、世帯主が大卒以上であるケース（モデル3）ではライフステージ変数の影響は完全に消失しているのに対し、その他の家計にサンプルを限定したケース（モデル4）では、第一子の小学校入学、中学校入学、大学入学、独立ならびに孫の誕生時に、他のステージにある場合と比較して保有確率が平均8-10%ポイント低下、第一子の高校入学時に投資比率が約16%ポイント低下している。結局、子の大学進学を強く期待する家計ほど、教育費準備のために危険資産投資を抑制するという仮説は棄却されることになる。さらに言えば、保有確率に対するライフステージの影響が途中で中断する点や、末子が独立しても保有確率が高まらない点は以前と同じままであり、改善は見られない。

しかしながら、大卒家計とその他の家計でライフステージ変数の効果がこれだけはっきりと異なるのは偶然とは思われず、何らかの説明が必要であろう。そこで、そもそも家計ファイナンス研究の分野で学歴という変数がどのような扱いを受けてきたかを考えると、それは投資主体の情報処理能力や金融知識の代理変数として用いられるのが常であった<sup>12)</sup>。したがっ

12) Mankiew and Zeldes (1991) や北村・内野（2011）などが典型である。

て表4の結果も、世帯主の情報処理能力や金融知識の違いがもたらした結果であるともみなすのが妥当である。そうすると、世帯主が大卒以上である家計の場合、その金融知識の高さから、ライフサイクルの早い段階で適切なポートフォリオを選択することが可能であり、却って個別のライフイベントに反応してポートフォリオを変更させるようなことが無いのに対して、金融知識が十分な水準に達していない家計では、子が学齢に達してはじめて教育資金を準備する必要性を認識し、危険資産投資の抑制を開始すると解釈することができるかもしれない。もちろん、現在のところこのような解釈の妥当性を裏付ける情報は提示できず、あくまでも仮説の域を出るものではない。今後の研究課題として検討したい。

## 6 おわりに

本稿では、子の進学に関連したライフステージ変数と家計の危険資産投資との関係について詳細な分析を行った。その際、(1) ライフステージという要因を危険資産投資の説明変数に加えてもなお年齢効果は見いだされるのか、(2) 教育費準備の必要性という観点から、子の進学は家計の危険資産投資に対してどのような影響を及ぼすのかという2点に着目した。実証分析の結果、ライフステージ変数を考慮しても、危険資産投資に対する年齢効果は依然として存在することが明らかとなった。また、家計の危険資産保有確率は子が学齢に達する頃から低下し始め、子の独立の時期から以前の水準に戻っていく傾向があることが分かった。家計の条件付き危険資産投資比率は、子が高校に入学する段階のみ有意な低下が認められた。これらは、家計のパーソナル・プロジェクトの存在が資産選択に及ぼす影響を分析したFaig and Shum (2002)の議論と整合的な結果であると考えられるが、効果がライフステージ途中で中断する、子の教育というパーソナル・プロジェクト終了後でも保有確率が大きく高まらないなど、必ずしも満足のいく結果ではなかった。そこで、世帯主の学歴によって異なる母

集団を形成すると仮定して、世帯主が大卒以上である家計とその他の家計にサンプルを分割した推計を行ったところ、ライフステージの影響は大卒家計では完全に消失したが、その他家計では全サンプルを用いた場合とほぼ同じ結論を得られることが分かった。これは、当初想定したシナリオのもとで予想されるものとは異なる結果であるが、世帯主の情報処理能力もしくは金融知識の多寡の影響が表れたものと解釈できる可能性を指摘した。

最後に、本稿の結論が持つと思われる政策的含意について述べておきたい。2000年代初頭より、「貯蓄から投資へ」というスローガンのもと、日本の株式市場における個人投資家育成の必要性が叫ばれ続けている。その政策目標としての妥当性の検討については他に譲るが、仮にそれを政府の重要な政策目標として掲げるのであれば、個人の株式投資行動に関するインセンティブ構造について正確な理解を深める必要があることは言うまでもない。そして本稿で示されたように、家計の危険資産投資が子の教育費準備の必要性から無視し得ない影響を受けるのであれば、関連官庁等の政策当局者は、授業料無償化制度の導入<sup>13)</sup>、奨学金、教育ローンの充実などの施策がもたらす効果にも十分に配慮する必要があるということになるだろう。

## 謝辞

本研究はJSPS科研費22530322の助成を受けた。本稿の作成にあたり、日本金融学会西日本部会例会および法政大学比較経済研究所研究会の参加者から多数の有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。最後になったが、大学院修士課程入学以来20余年にわたり多大な学恩を賜った霧見誠良先生にこの場を借りて心より御礼申し上げたい。残された誤りは全て筆者に属するものである。

---

13) なお、民主党政権時代に導入された高校授業料無償化制度の実施は2010年度からであり、本稿の分析期間からは外れている。

### 参考文献

- 1) 祝迫得夫 (2012)『家計・企業の金融行動と日本経済：ミクロの構造変化とマクロへの波及』日本経済新聞出版社.
- 2) 北村行伸・内野泰助 (2011)「家計の資産選択行動における学歴効果：逐次クロスセクションデータによる実証分析」『金融経済研究』第33号, pp.24-45.
- 3) 塩路悦朗・平形尚久・藤木裕 (2013)「家計の危険資産保有の決定要因について：逐次クロスセクション・データを用いた分析」『金融研究』第32巻第2号, pp63-103.
- 4) 谷川寧彦・橋木俊詔 (1991)「家計資産選択のクロスセクション分析：連立方程式アプローチ」橋木俊詔・松浦克己編『金融機能の経済分析』東洋経済新報社, 第4章, pp.97-115.
- 5) 野村淳一 (2006)「家計における借入タイミングと金額の決定要因」『山口経済学雑誌』第55巻第2号, pp.1-30.
- 6) 松浦克己・白石小百合 (2004)『資産選択と日本経済：家計からの視点』東洋経済新報社.
- 7) Ameriks, John and Stephen Zeldes (2004) "How do Household Portfolio Shares Vary with Age?" Working Paper, Columbia Business School.
- 8) Faig, Miquel, and Pauline Shum (2002) "Portfolio Choice in the Presence of Personal Illiquid Projects," *Journal of Finance*, 57(1), pp.303-328.
- 9) Guiso, Luigi, Michael Haliassos and Tullio Jappelli eds. (2002) *Household Portfolios*, MIT Press.
- 10) Iwaisako, Tokuo (2003) "Household Portfolios in Japan," *NBER Working Paper*, No.9647.
- 11) Iwaisako, Tokuo (2009) "Household Portfolios in Japan," *Japan and the World Economy*, 21(4), pp.373-382.
- 12) Jagannathan, Ravi and Narayana Kocherlakota (1996) "Why Should Older People Invest Less in Stocks than Younger People?" *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 20(3), pp.11-23.
- 13) King, Mervyn and Johathan Leape (1987) "Asset Accumulation, Information, and the Life Cycle," *NBER Working Paper*, No.2392.
- 14) Mankiw, Gregory and Stephen Zeldes (1991) "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders," *Journal of Financial Economics*, 29(1), pp.97-112.



表 1 基本統計量

変数	平均	標準偏差	最小	最大
危険資産保有	0.35	0.48	0	1
危険資産投資比率（全家計）	0.13	0.24	0	1
危険資産投資比率（保有家計）	0.36	0.29	0	1
世帯主年齢	47.86	13.42	25	74
ライフステージ	5.26	3.25	1	10
家計年収（10万円）	64.12	39.36	5	200
家計金融資産残高（10万円）	110.08	160.41	3	1000
世帯主女性	0.13	0.33	0	1
世帯主大卒以上	0.52	0.50	0	1
配偶者	0.75	0.43	0	1
自営業	0.14	0.34	0	1
公務員	0.06	0.24	0	1
非就業	0.14	0.35	0	1
持ち家	0.66	0.47	0	1
リスク選好	0.31	0.46	0	1
ネット利用	0.24	0.43	0	1
クレジットカード保有	0.90	0.30	0	1
東京 23区	0.32	0.47	0	1
東京都下	0.15	0.35	0	1
埼玉	0.17	0.37	0	1
千葉	0.15	0.35	0	1
神奈川	0.22	0.41	0	1
茨城	0.01	0.08	0	1

表 2 ライフステージと世帯主年齢に関するクロス表（単位：％）

ライフステージ	20代	30代	40代	50代	60代	70代	合計
未婚	66.6	27.6	13.7	7.8	4.0	1.3	17.9
結婚	14.6	14.9	9.3	5.3	5.6	6.4	9.5
第一子誕生	15.6	29.9	7.1	0.8	0.9	1.3	10.7
第一子小学校入学	2.3	22.1	23.1	3.0	0.3	0.3	11.9
第一子中学校入学	0.0	3.0	17.4	3.7	0.0	0.0	5.7
第一子高校入学	0.2	1.2	14.9	6.7	0.4	0.7	5.4
第一子大学入学	0.4	0.4	8.2	18.2	2.2	0.7	6.3
第一子独立	0.2	0.6	4.2	25.4	13.6	8.7	9.2
末子独立	0.0	0.2	1.2	16.4	23.7	11.4	8.4
孫誕生	0.0	0.1	1.0	12.9	49.2	69.1	15.1
合計	100	100	100	100	100	100	100

図1 ライフイベントと危険資産投資比率の関係

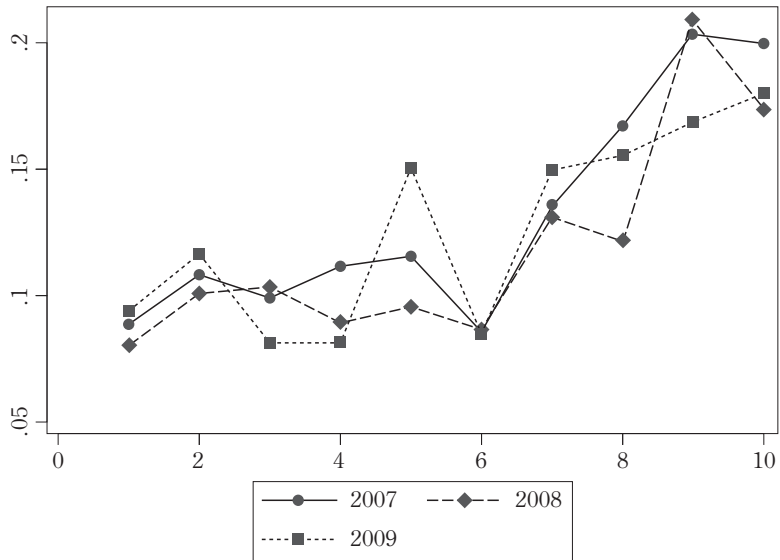


図2 ライフイベントと危険資産保有家割合の関係

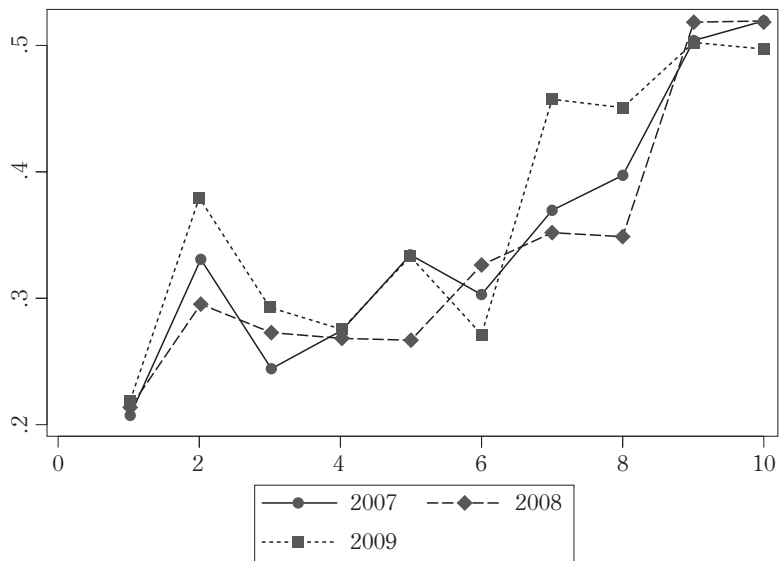


図3 ライフイベントと条件付き危険資産投資比率の関係

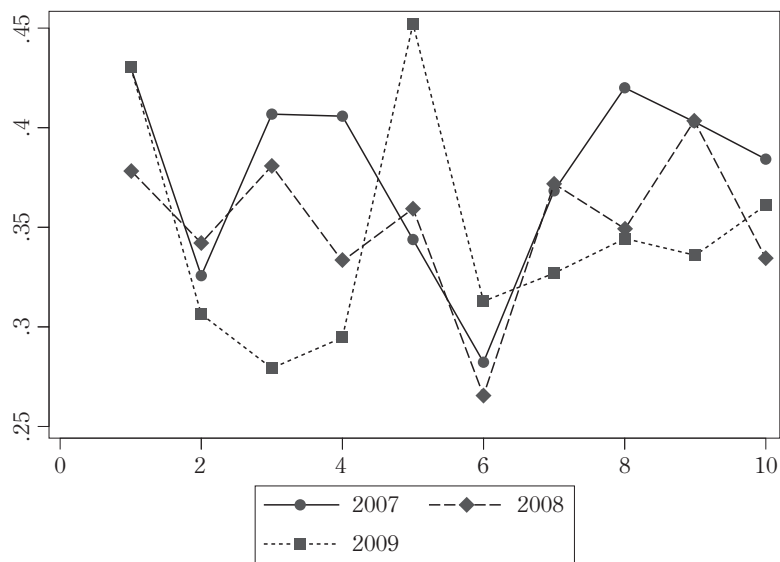


表3 全サンプルによる推計結果

	モデル1		モデル2	
	保有	比率	保有	比率
結婚：2			-0.059 (0.031)	-0.079 (0.044)
子の誕生：3			-0.054 (0.031)	-0.046 (0.044)
第一子小学校入学：4			-0.069* (0.031)	-0.078 (0.044)
中学校入学：5			-0.067* (0.034)	-0.028 (0.048)
高校入学：6			-0.053 (0.035)	-0.142** (0.049)
大学入学：7			-0.087** (0.033)	-0.088 (0.047)
第一子独立：8			-0.071* (0.032)	-0.072 (0.046)
末子独立：9			-0.054 (0.034)	-0.042 (0.046)
孫の誕生：10			-0.055 (0.032)	-0.063 (0.045)
年収	0.022* (0.010)	0.044** (0.014)	0.024* (0.010)	0.048** (0.014)
資産残高	0.093** (0.004)	-0.027* (0.014)	0.092** (0.004)	-0.031* (0.013)
年齢	0.004** (0.001)	0.007** (0.001)	0.004** (0.001)	0.007** (0.001)
女性	-0.030 (0.023)	-0.134** (0.034)	-0.013 (0.024)	-0.116** (0.035)
大卒	0.063** (0.011)	0.074** (0.018)	0.062** (0.011)	0.068** (0.017)
配偶者	0.016 (0.018)	-0.094** (0.026)	0.064* (0.028)	-0.044 (0.040)
自営業	-0.045** (0.016)	0.013 (0.023)	-0.045** (0.016)	0.016 (0.023)
公務員	-0.086** (0.021)	-0.083** (0.032)	-0.085** (0.021)	-0.078* (0.031)
非就業	0.047* (0.019)	0.032 (0.024)	0.045* (0.019)	0.031 (0.024)
持ち家	0.032* (0.013)	0.014 (0.019)	0.035** (0.013)	0.017 (0.020)
リスク選好	0.222** (0.010)	0.225** (0.030)	0.221** (0.010)	0.218** (0.030)
2008年	0.010 (0.012)	-0.030 (0.017)	0.010 (0.012)	-0.031 (0.017)
2009年	0.031* (0.012)	-0.022 (0.017)	0.031* (0.012)	-0.023 (0.017)
インターネット	-0.078** (0.014)		-0.078** (0.014)	
クレジットカード	0.110** (0.023)		0.108** (0.023)	
逆ミルズ比		0.277** (0.051)		0.266** (0.051)
定数項		-0.337* (0.162)		-0.312 (0.163)
標本サイズ	5785	2015	5785	2015

(注) Heckman's two step procedure による推計結果。括弧内は標準偏差。「保有」については平均限界効果とその標準偏差を示す。\*は5%水準、\*\*は1%水準で有意。「保有」の説明変数として居住地域ダミーも用いたが、スペースの都合上結果の報告は省略した。

表4 世帯主学歴別の推計結果

	モデル3		モデル4	
	保有	比率	保有	比率
結婚：2	-0.014 (0.058)	-0.013 (0.065)	-0.066 (0.037)	-0.093 (0.062)
子の誕生：3	-0.001 (0.057)	0.036 (0.063)	-0.073 (0.039)	-0.081 (0.069)
第一子小学校入学：4	-0.014 (0.058)	-0.009 (0.064)	-0.085* (0.037)	-0.086 (0.067)
中学校入学：5	0.005 (0.062)	0.046 (0.067)	-0.108* (0.044)	-0.053 (0.090)
高校入学：6	-0.015 (0.063)	-0.079 (0.070)	-0.048 (0.043)	-0.165* (0.071)
大学入学：7	-0.040 (0.062)	-0.021 (0.067)	-0.087* (0.042)	-0.111 (0.071)
第一子独立：8	-0.012 (0.062)	0.001 (0.068)	-0.089* (0.037)	-0.112 (0.065)
末子独立：9	0.007 (0.065)	0.007 (0.068)	-0.068 (0.039)	-0.034 (0.063)
孫の誕生：10	0.026 (0.065)	-0.012 (0.068)	-0.083* (0.036)	-0.055 (0.061)
年収	0.013 (0.016)	0.055** (0.017)	0.033** (0.012)	0.018 (0.022)
資産残高	0.103** (0.006)	-0.030 (0.017)	0.081** (0.005)	-0.057* (0.023)
年齢	0.004** (0.001)	0.009** (0.001)	0.003** (0.001)	0.004* (0.002)
女性	-0.050 (0.039)	-0.108* (0.049)	0.036 (0.030)	-0.119* (0.054)
配偶者	0.000 (0.053)	-0.121* (0.058)	0.105** (0.033)	-0.032 (0.062)
自営業	-0.053* (0.026)	0.004 (0.030)	-0.034 (0.019)	0.032 (0.035)
公務員	-0.124** (0.028)	-0.083* (0.038)	-0.026 (0.031)	-0.046 (0.056)
非就業	0.014 (0.032)	0.018 (0.031)	0.057** (0.021)	0.036 (0.035)
持ち家	0.036 (0.020)	-0.001 (0.024)	0.036* (0.018)	0.034 (0.035)
リスク選好	0.242** (0.014)	0.213** (0.036)	0.200** (0.013)	0.170** (0.052)
2008年	0.019 (0.019)	-0.033 (0.020)	0.000 (0.016)	-0.030 (0.028)
2009年	0.028 (0.018)	-0.046* (0.020)	0.034* (0.016)	0.018 (0.028)
インターネット	-0.098** (0.024)		-0.062** (0.016)	
クレジットカード	0.143** (0.039)		0.072** (0.026)	
逆ミルズ比		0.251** (0.068)		0.201** (0.077)
定数項		-0.307* (0.188)		0.146 (0.291)
標本サイズ	3021	1362	2764	653

(注) Heckman's two step procedure による推計結果。括弧内は標準偏差。「保有」については平均限界効果とその標準偏差を示す。\*は5%水準、\*\*は1%水準で有意。「保有」の説明変数として居住地域ダミーも用いたが、スペースの都合上結果の報告は省略した。

## Life Events and Risky Asset Holdings

Takeshi UESAKA

## 《Abstract》

How risky asset holdings vary with age is one of the important research subjects in the household finance literature. Considering the possibility that age variables in the literature play a role as proxies to various life event experiences that many households have more or less in common, we adopt life stage variables that represent time periods when specific life events occur in a household as new explanatory variables in the estimation of households' risky asset holdings. Our empirical results show that (1) the age effect still remains after the introduction of life stage variables as regressors, (2) the households' risky asset holdings are suppressed during the period when the children go to school, and then return to the previous level after the children have become independent of their parents, and (3) these are the results detected in cases where the household head is a college graduate.